

基本面趋势向上, 长期看好公司前景

投资要点

- **业绩总结:** 2016年前三季度实现营业收入、扣非后净利润分别为17.3亿元、0.53亿元,分别同比增长14%、-4.2%。2016Q3实现营业收入、扣非后净利润分别为5.7亿元、0.13亿元,分别同比增长12.8%、-24%。
- **业绩下滑幅度收窄, 基本面趋势向上。** 2016年前三季度公司营业收入为17.3亿元,同比增长约14%。其中商业和工业同比增长分别约16%、11%,我们预计商业收入占比超过70%,其主要原因为子公司维高公司和福生公司销售规模增加所致。前三季度扣非后净利润约为0.53亿元,同比下滑约4.2%,主要原因如下: 1) 收入结构变化使得毛利率下滑,公司整体毛利率约为24%,同比下滑约0.5个百分点; 2) 期间费用率约为20.7%,同比上升约0.4个百分点。期间内公司的营销转型战略持续进行,导致销售费用同比增长约为18%,高于收入增速约4个百分点; 3) 参股大鹏药业获得投资收益约1900万元,同比增长约为47%。从单季度情况来看,2016Q3营业收入、扣非净利润增速分别约为13%、-24%。我们判断第三季度销售费用投入持续,预计费用投入效果将逐渐显现,收入增速或超预期。
- **非公开发行方案落地, 公司或迎来发展良机。** 1) 公司拟非公开发行募集资金,同时提升大股东持股比例和绑定员工利益。我们认为在各方利益理顺后,或将迎来企业发展的新起点: a、营销改革及产品渠道清理完毕,核心员工利益绑定有望迎来业绩快速增长; b、大股东增持后将逐渐体现其平台功能,外延预期强烈; 2) 战略定位大健康,打造中医药生态圈和生态系统。以中成药为核心,以儿科为特色,打造精品国药,并构建包含中医文化、原材料控制、工艺保护、终端和专业人员的中医生态系统,增加用户粘性; 3) 通过重构销售市场体系,加强营销体系建设。通过飞龙、菁合、蓝鹰三大计划提升团队整合力,初见成效,员工积极性提升。同时扩建了营销队伍和营销网络,加大学术推广力度并拓展医院市场,后期将加大非OTC市场的覆盖力度; 4) 积极寻求新的业绩增长点。参与投资美国FE3项目,产品具有优势且给药方式先进,将有力补充公司的在研梯队。与广州医科大学附属第一医院合作,探索医药商业新模式。
- **盈利预测及评级:** 预计2016-2018年每股收益分别为0.56元、0.91元、1.11元(原预测2016-2018年每股收益分别为0.73元、0.88元、1.08元,调整的主要原因为工业收入增速低于前期判断,且大鹏药业投资收益超预期),对应市盈率为57倍、35倍、29倍。我们认为在非公开发行方案落地后各方利益梳理完毕、且随着公司的营销网络扩张及新盈利点逐渐贡献利润,业绩或超预期。长期看好公司前景,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或低于预期风险。

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2281.22 | 2622.41 | 3020.60 | 3499.64 |
| 增长率 | 30.10% | 14.96% | 15.18% | 15.86% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 85.50 | 85.96 | 139.25 | 170.61 |
| 增长率 | -26.27% | 0.54% | 62.00% | 22.52% |
| 每股收益EPS(元) | 0.56 | 0.56 | 0.91 | 1.11 |
| 净资产收益率ROE | 8.72% | 8.26% | 12.25% | 13.79% |
| PE | 57 | 57 | 35 | 29 |
| PB | 4.93 | 4.72 | 4.33 | 3.97 |

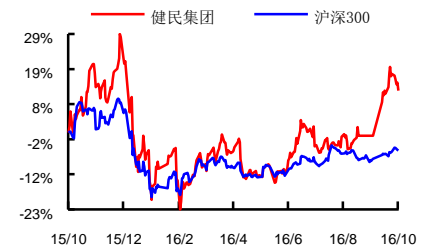
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 1.53 |
| 流通A股(亿股) | 1.53 |
| 52周内股价区间(元) | 22.25-37.1 |
| 总市值(亿元) | 49.15 |
| 总资产(亿元) | 17.00 |
| 每股净资产(元) | 6.56 |

相关研究

1. 健民集团(600976): 非公开发行方案落地, 公司或迎来发展良机 (2016-10-09)
2. 健民集团(600976): 销售费用投入增加, 期待2016年业绩好转 (2016-03-20)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 2281.22 | 2622.41 | 3020.60 | 3499.64 | 净利润 | 87.00 | 85.96 | 139.25 | 170.61 |
| 营业成本 | 1806.61 | 2053.04 | 2361.63 | 2723.66 | 折旧与摊销 | 15.32 | 23.69 | 23.69 | 23.69 |
| 营业税金及附加 | 10.69 | 15.37 | 17.34 | 19.00 | 财务费用 | -0.78 | 2.25 | 4.02 | 4.94 |
| 销售费用 | 298.14 | 367.14 | 392.68 | 454.95 | 资产减值损失 | -1.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 112.44 | 131.12 | 135.93 | 157.48 | 经营营运资本变动 | -39.49 | -95.01 | -99.51 | -118.55 |
| 财务费用 | -0.78 | 2.25 | 4.02 | 4.94 | 其他 | -11.95 | -30.55 | -41.99 | -44.22 |
| 资产减值损失 | -1.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 48.45 | -13.66 | 25.47 | 36.48 |
| 投资收益 | 29.76 | 35.00 | 40.00 | 45.00 | 资本支出 | -6.84 | -30.00 | -30.00 | -30.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -58.58 | 35.00 | 40.00 | 45.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -65.41 | 5.00 | 10.00 | 15.00 |
| 营业利润 | 85.53 | 88.50 | 149.00 | 184.60 | 短期借款 | 0.00 | 215.08 | 51.58 | 71.36 |
| 其他非经营损益 | 13.08 | 8.93 | 8.82 | 8.77 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 98.60 | 97.42 | 157.82 | 193.37 | 股权融资 | -18.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 11.60 | 11.47 | 18.57 | 22.76 | 支付股利 | -58.29 | -42.98 | -43.21 | -69.99 |
| 净利润 | 87.00 | 85.96 | 139.25 | 170.61 | 其他 | 69.68 | -2.25 | -4.02 | -4.94 |
| 少数股东损益 | 1.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -7.36 | 169.85 | 4.35 | -3.57 |
| 归属母公司股东净利润 | 85.50 | 85.96 | 139.25 | 170.61 | 现金流量净额 | -24.32 | 161.19 | 39.82 | 47.90 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 101.05 | 262.24 | 302.06 | 349.96 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 597.63 | 723.42 | 831.63 | 956.61 | 销售收入增长率 | 30.10% | 14.96% | 15.18% | 15.86% |
| 存货 | 152.50 | 173.00 | 199.20 | 229.74 | 营业利润增长率 | -32.87% | 3.47% | 68.38% | 23.89% |
| 其他流动资产 | 362.39 | 416.59 | 479.85 | 555.94 | 净利润增长率 | -26.86% | -1.20% | 62.00% | 22.52% |
| 长期股权投资 | 78.32 | 78.32 | 78.32 | 78.32 | EBITDA 增长率 | -28.92% | 14.35% | 54.43% | 20.66% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 231.26 | 241.12 | 250.98 | 260.85 | 毛利率 | 20.81% | 21.71% | 21.82% | 22.17% |
| 无形资产和开发支出 | 28.99 | 25.54 | 22.10 | 18.65 | 三费率 | 17.96% | 19.09% | 17.63% | 17.64% |
| 其他非流动资产 | 49.94 | 49.84 | 49.74 | 49.64 | 净利率 | 3.81% | 3.28% | 4.61% | 4.88% |
| 资产总计 | 1602.08 | 1970.07 | 2213.87 | 2499.70 | ROE | 8.72% | 8.26% | 12.25% | 13.79% |
| 短期借款 | 30.00 | 245.08 | 296.66 | 368.02 | ROA | 5.43% | 4.36% | 6.29% | 6.83% |
| 应付和预收款项 | 267.67 | 337.42 | 383.27 | 438.09 | ROIC | 7.66% | 7.33% | 10.96% | 12.01% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 4.39% | 4.36% | 5.85% | 6.09% |
| 其他负债 | 307.05 | 347.24 | 397.56 | 456.59 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 604.72 | 929.73 | 1077.49 | 1262.70 | 总资产周转率 | 1.45 | 1.47 | 1.44 | 1.48 |
| 股本 | 153.40 | 153.40 | 153.40 | 153.40 | 固定资产周转率 | 10.04 | 12.01 | 15.24 | 19.65 |
| 资本公积 | 301.84 | 301.84 | 301.84 | 301.84 | 应收账款周转率 | 7.00 | 6.91 | 6.75 | 6.80 |
| 留存收益 | 524.95 | 567.93 | 663.97 | 764.60 | 存货周转率 | 12.35 | 12.60 | 12.67 | 12.69 |
| 归属母公司股东权益 | 980.18 | 1023.17 | 1119.21 | 1219.83 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 114.68% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 17.18 | 17.18 | 17.18 | 17.18 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 997.36 | 1040.34 | 1136.38 | 1237.00 | 资产负债率 | 37.75% | 47.19% | 48.67% | 50.51% |
| 负债和股东权益合计 | 1602.08 | 1970.07 | 2213.87 | 2499.70 | 带息债务/总负债 | 4.96% | 26.36% | 27.53% | 29.15% |
| | | | | | 流动比率 | 2.05 | 1.72 | 1.70 | 1.67 |
| | | | | | 速动比率 | 1.79 | 1.53 | 1.52 | 1.49 |
| | | | | | 股利支付率 | 68.18% | 50.00% | 31.03% | 41.02% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.56 | 0.56 | 0.91 | 1.11 |
| | | | | | 每股净资产 | 6.50 | 6.78 | 7.41 | 8.06 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.32 | -0.09 | 0.17 | 0.24 |
| | | | | | 每股股利 | 0.38 | 0.28 | 0.28 | 0.46 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | | | | |
| EBITDA | 100.07 | 114.43 | 176.72 | 213.23 | | | | | |
| PE | 57.48 | 57.18 | 35.30 | 28.81 | | | | | |
| PB | 4.93 | 4.72 | 4.33 | 3.97 | | | | | |
| PS | 2.15 | 1.87 | 1.63 | 1.40 | | | | | |
| EV/EBITDA | 47.91 | 42.37 | 27.51 | 22.90 | | | | | |
| 股息率 | 1.19% | 0.87% | 0.88% | 1.42% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 沈怡蓉 | 机构销售 | 021-68415897 | 18351306226 | syrong@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 赵晨阳 | 机构销售 | 021-68416926 | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 徐也 | 机构销售 | 010-57758595 | 18612694479 | xye@swsc.com.cn |
| 广深 | 刘娟 | 地区销售总监 | 0755-26675724 | 18665815531 | liuj@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 张婷 | 机构销售 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 罗聪 | 机构销售 | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |